

# REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PERISTIWA POLITIK DALAM NEGERI

(*Event Study* pada Peristiwa 27 Juli 1996)

Marwan Asri Suryawijaya

Faizal Arief Setiawan

*The purpose of this study is to analyze stock price reaction to a domestic political event—in this case, clashes over a political party's head office on July 27, 1996. Using 37 stocks in Jakarta Stock Exchange, this research explored the issue by applying two methods of analysis: the event study methodology for analyzing the market reactions, and the analysis of statistical differences caused by the event (i.e. the difference between two means methods used to explore market activity). The results show abnormal returns for two days of the event period. Further, the study found some significant differences in the trading volume activities between pre and post event day.*

**Keywords:** political risk; capital market; Indonesia; Jakarta Stock Exchange

## Pendahuluan

Sebagai suatu instrumen ekonomi, pasar modal tidak lepas dari berbagai pengaruh lingkungan, terutama lingkungan ekonomi dan lingkungan politik. Pengaruh lingkungan ekonomi mikro seperti kinerja perusahaan, perubahan strategi perusahaan (misalnya kebijakan *merger* maupun *divestasi*), pengumuman laporan keuangan atau dividen perusahaan, selalu mendapat tanggapan dari para pelaku pasar di pasar modal. Selain itu perubahan lingkungan ekonomi makro yang terjadi seperti perubahan suku bunga tabungan dan deposito, kurs valuta asing, inflasi, serta berbagai

regulasi dan deregulasi ekonomi yang dikeluarkan pemerintah, turut berpengaruh pada fluktuasi harga dan volume perdagangan di pasar modal.

Walaupun tidak terkait langsung dengan dinamika yang terjadi di pasar modal, namun pengaruh lingkungan nonekonomi tidak dapat dipisahkan dari aktivitas bursa saham. Berbagai isu seperti kepedulian terhadap lingkungan hidup, hak asasi manusia, serta peristiwa-peristiwa politik kerap kali menjadi faktor utama pemicu fluktuasi harga saham di bursa efek seluruh dunia. Makin pentingnya peran bursa saham dalam kegiatan ekonomi, membuat bursa makin sensitif terhadap berbagai

peristiwa di sekitarnya, baik berkaitan ataupun tidak berkaitan secara langsung dengan isu ekonomi.

Peristiwa politik berkait erat dengan stabilitas perekonomian suatu negara. Kondisi politik yang stabil cenderung meningkatkan kinerja ekonomi suatu negara. Hal ini dikarenakan rendahnya risiko kerugian yang diakibatkan oleh faktor nonekonomi, sehingga adanya peristiwa politik yang mengancam stabilitas negara, seperti pemilihan umum, pergantian kepala negara, ataupun berbagai kerusakan politik, cenderung mendapat respon negatif dari pelaku pasar.

Berdasarkan kondisi tersebut, peneliti berupaya melakukan penelitian *event study* mengenai kaitan antara perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan di Bursa Efek Jakarta dengan peristiwa politik dalam negeri yakni "Peristiwa 27 Juli 1996". Penelitian ini mencoba menguji kekuatan muatan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa politik terhadap aktivitas di bursa efek, atau dengan kata lain hendak mengamati reaksi pasar modal terhadap *event* berupa peristiwa politik berskala nasional.

## Hipotesis

Sesuai dengan permasalahan dan tujuan penelitian di atas, maka disusun

tiga hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini.

1. Peristiwa 27 Juli 1996 menghasilkan *abnormal return* bagi investor.
2. Rata-rata *abnormal return* sebelum peristiwa berbeda dengan setelah peristiwa.
3. Rata-rata aktivitas volume perdagangan sebelum peristiwa berbeda dengan setelah peristiwa.

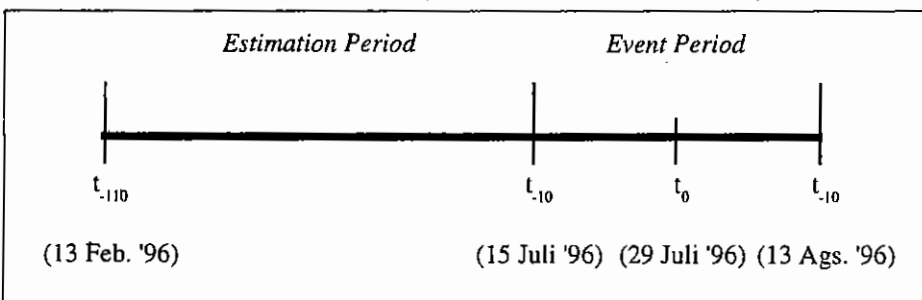
## Metodologi

### Identifikasi Peristiwa (Event)

Peristiwa perebutan kantor pusat salah satu partai politik di Indonesia oleh dua kelompok yang didukung oleh massa yang besar, yang dikenal dengan "Peristiwa 27 Juli 1996," merupakan salah satu peristiwa politik yang terjadi di Indonesia sepanjang tahun 1996. Peristiwa tersebut terjadi pada hari Sabtu pagi tanggal 27 Juli 1996, ketika dua kelompok saling memperebutkan kantor pusat sebuah partai di Jakarta.

Pengamat ekonomi mengkhawatirkan bahwa, peristiwa 27 Juli 1996, berpotensi untuk meningkatkan risiko politik (*political risk*) Indonesia di mata investor dunia, yang dapat merugikan Indonesia. Dikhawatirkan bahwa peristiwa ini akan mengakibatkan makin tingginya persya-

Gambar 1. Periode Waktu Penelitian (*Estimation and Event Periods*)



ratan suku bunga yang ditetapkan investor bagi debitur dari Indonesia serta berkurangnya *capital-inflow* berupa *foreign direct investment* (FDI) maupun *portfolio investment*. Selain itu, peristiwa ini dinilai cukup potensial untuk menimbulkan peningkatan *capital-outflow* oleh investor asing (terutama yang dalam bentuk *portfolio investment*) dan juga oleh para investor domestik yang berusaha mengamankan modalnya ke luar negeri.

Kriteria utama pemilihan peristiwa untuk diteliti adalah peristiwa politik yang berskala nasional dan memusatkan sorotan luas di media massa. Peristiwa 27 Juli 1996 adalah salah satu peristiwa politik besar selama tahun 1996. Peristiwa-peristiwa lain yang diserap pasar modal Indonesia pada kurun waktu penelitian diasumsikan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dinamika bursa.

Selain untuk mengetahui pola reaksi pasar terhadap suatu peristiwa politik, tujuan lain yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah mengetahui pengaruhnya terhadap volume perdagangan pada kurun waktu di sekitar terjadinya peristiwa tersebut untuk memperoleh gambaran yang lebih komprehensif tentang reaksi pasar.

Periode waktu yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 121 hari bursa yang dibagi menjadi dua periode, yakni periode estimasi (*estimation period*) dan periode kejadian (*event period*). Periode estimasi selama 100 hari, yakni dari t-110 hingga t-11 sebelum *event-day*. Periode kejadian selama 21 hari, yakni terdiri dari 10 hari sebelum peristiwa (*pre-event*), 1 hari pada saat peristiwa (*event-day*), dan 10 hari setelah peristiwa (*post-event*). Karena tanggal 27 Juli 1996 jatuh pada hari Sabtu (yang bukan merupakan hari bursa), maka hari Senin, 29 Juli 1996 diasumsikan sebagai *event day*.

## Sampel

Jumlah emiten yang *listed* di Bursa Efek Jakarta hingga Juli 1996 adalah sebanyak 254 perusahaan. Dari jumlah tersebut, diambil 40 saham dengan kapitalisasi terbesar untuk digunakan sebagai sampel penelitian ini. Saham-saham tersebut merupakan saham yang aktif diperdagangkan di bursa, serta merupakan saham-saham yang tergolong likuid. Jumlah kapitalisasi pasar dari 40 saham tersebut adalah sebesar Rp131.564.542.000.000,- atau 77,08 persen dari total kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta. Dengan kapitalisasi pasar sebesar ini, maka sampel yang diambil dianggap dapat mewakili populasi pasar secara keseluruhan.

Namun karena 3 dari 40 perusahaan yang hendak dijadikan sampel belum *listed* pada bulan Februari 1996, yang merupakan bulan perhitungan awal estimasi (*estimation period*) dalam penelitian ini, maka ketiga emiten tersebut dikeluarkan dari sampel, sehingga jumlah perusahaan yang dijadikan sampel penelitian ini sebanyak 37 perusahaan. Kapitalisasi pasar 37 emiten yang dijadikan sampel tersebut sebesar Rp. 128.115.483.000.000,- atau 75,05 persen dari kapitalisasi pasar BEJ secara keseluruhan. Nama-nama perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada Tabel 1.

## Tinjauan Pustaka

Informasi yang relevan dengan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, bahkan sebagian besar dari informasi yang ada adalah informasi yang tidak relevan dengan aktivitas pasar modal. Akibatnya, para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi

Tabel 1. Data Perusahaan yang Dijadikan Sampel

| No            | Kode Saham         | Nama Emiten                  | Jumlah Saham Beredar <sup>1</sup> | Kapitalisasi dalam juta Rp | Pasar % |
|---------------|--------------------|------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|---------|
| 1             | TLKM               | Telekomunikasi Indonesia     | 9.333.333.000                     | 30.099.999                 | 17,63 % |
| 2             | GGRM               | Gudang Garam                 | 1.924.088.000                     | 16.258.544                 | 9,53 %  |
| 3             | HMSP               | HM Sampoerna                 | 450.000.000                       | 9.810.000                  | 5,75 %  |
| 4             | INTP               | Indocement Tunggul Perkasa   | 1.207.226.660                     | 7.877.154                  | 4,61 %  |
| 5             | ISAT               | Indosat                      | 1.035.500.000                     | 7.507.375                  | 4,40 %  |
| 6             | INDF               | Indofood Sukses Makmur       | 763.000.000                       | 7.362.950                  | 4,31 %  |
| 7             | BNII               | Bank International Indonesia | 604.490.377                       | 3.173.574                  | 1,86 %  |
| 8             | SMGR               | Semen Gresik                 | 593.152.000                       | 3.158.534                  | 1,85 %  |
| 9             | POLY               | Polysindo Eka Perkasa        | 2.208.000.000                     | 2.704.800                  | 1,58 %  |
| 10            | ASII               | Astra International          | 1.162.550.400                     | 2.557.611                  | 1,50 %  |
| 11            | BMTR               | Bimantara Citra              | 1.017.000.000                     | 2.161.125                  | 1,27 %  |
| 12            | BRPT               | Barito Pacific Timber        | 1.400.000.000                     | 2.100.000                  | 1,23 %  |
| 13            | BDMN               | Bank Danamon                 | 1.120.000.000                     | 1.988.000                  | 1,16 %  |
| 14            | INKP               | Indah Kiat Pulp & Paper      | 956.473.509                       | 1.984.683                  | 1,16 %  |
| 15            | TINS               | Tambang Timah                | 503.302.000                       | 1.925.130                  | 1,13 %  |
| 16            | PTRA               | Putra Surya Perkasa          | 997.500.000                       | 1.920.188                  | 1,12 %  |
| 17            | JRPT               | Jaya Real Property           | 470.000.000                       | 1.645.000                  | 0,96 %  |
| 18            | CMNP               | Citra Marga Nusa Pala        | 500.000.000                       | 1.587.500                  | 0,93 %  |
| 19            | JIHD               | Jakarta Int'l Hotel & Dev't  | 965.019.600                       | 1.568.157                  | 0,92 %  |
| 20            | MLIA               | Mulia Industrindo            | 661.500.000                       | 1.554.525                  | 0,91 %  |
| 21            | KIJA               | Kawasan Industri Jababeka    | 470.460.000                       | 1.540.757                  | 0,90 %  |
| 22            | BNBR               | Bakrie & Brothers            | 484.380.000                       | 1.501.578                  | 0,88 %  |
| 23            | SMMA               | Sinar Mas Multiartha         | 663.000.000                       | 1.458.600                  | 0,85 %  |
| 24            | BDNI               | Bank Dagang Negara Ind.      | 821.107.363                       | 1.395.883                  | 0,82 %  |
| 25            | TKIM               | Tjiwi Kimia                  | 597.790.893                       | 1.345.030                  | 0,79 %  |
| 26            | MLND               | Mulialand                    | 491.400.000                       | 1.277.640                  | 0,75 %  |
| 27            | MDRN               | Modern Photo                 | 133.384.950                       | 1.253.819                  | 0,73 %  |
| 28            | LPLD               | Lippo Land Development       | 248.826.846                       | 1.119.721                  | 0,66 %  |
| 29            | CTRA               | Ciputra Development          | 250.000.000                       | 1.081.250                  | 0,63 %  |
| 30            | LPBN               | Lippo Bank                   | 428.490.000                       | 1.006.952                  | 0,59 %  |
| 31            | BNGA               | Bank Niaga                   | 157.565.234                       | 945.391                    | 0,55 %  |
| 32            | GJTL               | Gajah Tunggal                | 792.000.000                       | 910.800                    | 0,53 %  |
| 33            | MYOR               | Mayora Indah                 | 766.584.000                       | 900.736                    | 0,53 %  |
| 34            | INDR               | Indorama Synthetics          | 156.264.363                       | 890.707                    | 0,52 %  |
| 35            | OMTR               | Ometraco Corporation         | 350.132.500                       | 866.578                    | 0,51 %  |
| 36            | KLBF               | Kalbe Farma                  | 216.000.000                       | 842.400                    | 0,49 %  |
| 37            | BNLI               | Bank Bali                    | 252.362.166                       | 832.795                    | 0,49 %  |
| <b>Total</b>  | <b>37 saham</b>    |                              | <b>35.501.533.861</b>             | <b>128.115.483</b>         |         |
| <b>% dari</b> | <b>total (BEJ)</b> |                              | <b>60,44 %</b>                    | <b>75,05 %</b>             |         |
| <b>Total</b>  | <b>(BEJ)</b>       |                              | <b>58.733.757.250</b>             | <b>170.687.248</b>         |         |

<sup>1</sup> Jumlah saham beredar setelah disesuaikan (termasuk dilakukannya *right issues*, *bonus right*, dan *stock splits* yang dilakukan emiten).

yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusannya.

Dalam penelitiannya, Marston (1996) menemukan dua sebab utama penyebab buruknya informasi, yaitu *pertama* karena kualitas informasi itu sendiri yang kurang berharga (*quality of information*). *Kedua*, karena distribusi informasi kepada investor yang kurang lancar. Kualitas informasi terkait erat dengan muatan yang terkandung dalam informasi tersebut (*information content*). Dari muatan informasi tersebut dapat dilihat relevan tidaknya suatu informasi terhadap aktivitas pasar modal. Sedangkan distribusi informasi mengandung aspek kemudahan mendapatkan (*accessibility*) informasi dan biaya yang murah untuk memperoleh informasi tersebut.

Kecepatan reaksi harga saham terhadap suatu kejadian menggambarkan tingkat efisiensi suatu pasar. Semakin efisien suatu pasar, maka semakin cepat pula informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Dalam konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH), suatu pasar dikatakan efisien (dalam bentuk setengah kuat) jika harga saham secara cepat menggambarkan sepenuhnya seluruh informasi baru dan relevan yang tersedia (Fama, 1991). Berdasarkan pengertian tersebut, dua unsur pokok yang merupakan ciri utama pasar modal yang efisien dalam bentuk setengah kuat adalah:

1. tersedianya informasi yang relevan; dan
2. harga menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru.

### Event Study

*Event study* adalah suatu pengamatan mengenai pergerakan harga saham di pasar modal untuk mengetahui apakah ada *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat dari suatu peristiwa tertentu

(Peterson, 1989). Sedangkan menurut Kritzman (1994), *event study* bertujuan mengukur hubungan antara suatu peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapatan (*return*) dari surat berharga tersebut.

Dari pengertian tersebut tampak bahwa sebenarnya *event study* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal (dengan pendekatan pergerakan harga saham) terhadap suatu peristiwa tertentu. Sejalan dengan tujuan itu, *event study* juga dapat digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*) pada bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), seperti yang dilakukan Fama, dkk. (1969), yang kemudian diikuti oleh berbagai peneliti pada pasar modal lainnya.

*Event study* memiliki sejarah panjang dalam penelitian terhadap pasar modal. Penelitian yang dilakukan Dolley (1930) yang meneliti tentang pengaruh *stock-splits* terhadap kekayaan pemegang saham mungkin merupakan *event study* yang pertama kali dilakukan, meski tidak menggunakan metodologi *event study* seperti yang dikenal sekarang. Berbagai penelitian berikutnya, seperti yang dilakukan oleh Myers dan Bakay (1948), Barker (1956), Ashley (1962), serta Fama, dkk. (1969), makin menyempurnakan metodologi *event study* (MacKinlay, 1997).

Walaupun *event study* memiliki jangkauan yang luas, namun sebagian besar dari penelitian-penelitian yang ada meneliti kaitan antara pergerakan harga saham dengan peristiwa-peristiwa ekonomi (seperti *stock splits*, pengumuman dividen, *merger*, tingkat bunga tabungan, dan lain-lain). Baru sekitar dua dekade terakhir ini banyak dilakukan *event study* terhadap peristiwa-peristiwa diluar isu-isu ekonomi.

Beberapa isu diluar isu ekonomi yang telah diteliti di antaranya adalah isu lingkungan (tentang kecelakaan reaktor nu-

klir di Chernobyl oleh Kalra, Henderson, dan Raines, 1993), kecelakaan penerbangan (tentang kecelakaan pesawat DC-10 serta tidak terbangnya (*grounding*) di Chicago oleh Mansur, Cochran, dan Froiro, 1989), atau mengenai politik (tentang pengunduran diri tokoh politik seperti Perdana Menteri Jepang Noboru Takeshita yang diteliti oleh Asri, 1996).

Indikasi makin banyaknya penelitian yang berbasis pada *event study* yang mengambil kaitan antara perubahan harga saham dengan berbagai peristiwa atau informasi yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi menunjukkan makin terintegrasinya peran pasar modal dalam kehidupan sosial masyarakat dunia.

### **Trading Volume Activity**

*Trading Volume Activity* (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar. Ditinjau dari fungsinya, maka dapat dikatakan bahwa TVA merupakan suatu variasi dari *event study*. Perbedaan dari keduanya adalah pada parameter yang digunakan untuk mengukur reaksi pasar terhadap suatu *event*.

Pendekatan TVA ini dapat juga digunakan untuk menguji hipotesis pasar efisien pada bentuk lemah (*weak-form efficiency*). Hal ini karena pada pasar yang belum efisien atau efisien dalam bentuk lemah, perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada, sehingga peneliti hanya dapat mengamati reaksi pasar modal melalui pergerakan volume perdagangan pada pasar modal yang diteliti.

Perhitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham

beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama.

### **Telaah Studi Terdahulu**

Sebagian besar dari *event study* yang dilakukan menggunakan berbagai *event* yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi atau bisnis, seperti kenaikan suku bunga perbankan, kebijakan dividen, emisi saham, ataupun pengumuman rencana *merger* atau akuisisi. Sebagian dari penelitian tersebut dilakukan untuk menguji efisiensi suatu pasar modal. Namun beberapa *event study* mutakhir mengamati reaksi pasar modal dengan menggunakan berbagai *event* diluar (atau tidak terkait langsung) dengan aktivitas-aktivitas ekonomi.

Salah satu *event study* yang dilakukan untuk meneliti efisiensi pasar modal adalah yang dilakukan oleh Fama, Fischer, Jensen, dan Roll (1969) pada New York Stock Exchange (NYSE), yang meneliti pengaruh *stock-split*. Penelitian tersebut menjadi acuan penting bagi perkembangan metodologi *event study* serta memacu peneliti lain untuk melakukan penelitian efisiensi pasar modal di negara-negara lain dengan menggunakan *event study*.

Beberapa penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* yang dilakukan pada Bursa Efek Jakarta dilakukan untuk menguji efisiensi Bursa Efek Jakarta. Namusi (1996) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event listing* saham (emisi saham baru pada pasar sekunder maupun emisi saham tambahan seperti *right issues* dan *bonus share*) pada periode pengamatan 1993 - 1995 dengan sampel sejumlah 155 emiten. Sedangkan Susiyanto (1997) menguji efisiensi BEJ dengan menggunakan *event* pengumuman dividen (yang dipisahkan dengan pengumuman dividen turun, dividen tetap, dan dividen

naik) pada periode 1994 - 1996 dengan menggunakan seluruh emiten yang mengumumkan rencana pembagian dividennya. Kedua penelitian tersebut menemukan hal yang serupa, yaitu tidak terjadi *abnormal return* yang signifikan secara konsisten sehubungan dengan *event* yang diteliti (emisi saham dan pengumuman dividen), sehingga mereka menyimpulkan bahwa Bursa Efek Jakarta telah mencapai efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi-strong form efficiency*).

Beberapa penelitian lain menggunakan *event study* untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap berbagai *event* yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi. Misalnya, penelitian yang dilakukan oleh Mansur, Cochran, dan Froiro (1989) mengenai reaksi pasar modal pada saham-saham perusahaan penerbangan Amerika Serikat terhadap *event* pelarangan terbang (*grounding*) pesawat-pesawat DC-10. Penelitian dilakukan dengan menggunakan *event period* selama 30 hari bursa dengan *event date* pada tanggal 6 Juni 1979 (tanggal pengumuman *grounding*). Hasilnya adalah saham-saham perusahaan penerbangan yang menggunakan pesawat-pesawat DC-10 di New York Stock Exchange dengan cepat mencerminkan informasi buruk tersebut (*return* pemilik saham menjadi turun akibat *event* tersebut).

Selain itu, *event study* lain yang tidak terkait langsung dengan aktivitas ekonomi adalah *event study* mengenai reaksi pasar modal Amerika Serikat (New York Stock Exchange) terhadap bocornya reaktor nuklir di Chernobyl, Uni Sovyet yang dilakukan oleh Kalra, Henderson Jr., dan Raines (1993). Mereka menemukan reaksi harga yang negatif (karena *event*-nya tergolong *bad news*) terhadap peristiwa

itu pada saham perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang *listed* di NYSE yang menggunakan sumber tenaga nuklir dalam proses produksinya.

Untuk *event study* yang melihat pergerakan harga saham dikaitkan dengan peristiwa politik dilakukan Asri (1996) dengan mengamati pergerakan harga-harga saham emiten Amerika Serikat di NYSE yang memiliki *subsidiary* dalam berbagai bentuknya di Jepang akibat informasi mengenai mundurnya Perdana Menteri Jepang, Noburu Takeshita. Hasil yang diperoleh adalah adanya *abnormal return* yang signifikan sejalan dengan berita perkembangan kejadian itu pada beberapa hari sebelum *event-day* serta pada hari kedua dan sejak hari ke 7 setelah *event day*.

Sedangkan penelitian yang menggunakan pendekatan TVA antara lain adalah penelitian yang dilakukan oleh Morse (1981) yang menggunakan penghitungan selisih antara *actual trading volume* dengan *expected trading volume* (dengan *single index market model*) untuk melihat adanya *abnormal trading volume* akibat *event* pengumuman laba perusahaan (laporan keuangan), serta Abdelsalam dan Satin (1991) yang menggunakan TVA untuk menguji efisiensi pasar bentuk lemah di pasar modal Arab Saudi. Di Indonesia, Hanafi, Husnan, dan Wibowo (1996) menggunakan pendekatan TVA untuk melihat reaksi pasar terhadap pengumuman laporan keuangan perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta.

## Pengujian Hipotesis

Alat pengujian hipotesis yang digunakan dalam penelitian adalah model yang dikembangkan oleh Ball dan Brown (1968) dalam menguji efek isi informasi terhadap pendapatan (*information content*

of earnings) dan Fama, Fisher, Jensen & Roll (1969) dalam studinya mengenai efek dari *stock-splits*, yakni pengujian terhadap *abnormal return* saham (MacKinlay, 1997 dan Peterson, 1989).

### Pengujian Hipotesis I

*Abnormal return* saham selama periode kejadian didefinisikan sebagai selisih antara *actual return* dan *expected return*. *Abnormal return* dari saham *i* pada hari ke *t* adalah:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

$AR_{it}$  = *abnormal return* saham *i* pada hari ke *t*

$R_{it}$  = *actual return* untuk saham *i* pada hari ke *t*

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk saham *i* pada hari ke *t*.

Dalam penelitian ini, *expected return* dihitung dengan menggunakan *Single Index Market Model* (SIMM), yakni:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} \quad (2)$$

$E(R_{it})$  = *expected return* untuk saham *i* pada hari ke *t*

$R_{mt}$  = *return pasar* pada hari ke *t*

Koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  diperoleh dari perhitungan persamaan regresi runtut waktu antara *return* saham ( $R_{it}$ ) dengan *return* pasar ( $R_{mt}$ ). Dari koefisien  $\alpha$  dan  $\beta$  tersebut dapat dihitung *expected return* tiap-tiap saham atau  $E(R_{it})$ .

*Cumulative Abnormal Return* (CAR) harian tiap-tiap saham selama periode *event*:

$$CAR_{in} = \sum_{i=-10}^{i=10} AR_{it} \quad (3)$$

Rerata *abnormal return* seluruh saham pada hari ke *t* dihitung dengan:

$$\overline{AR}_{nt} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n} \quad (4)$$

$n$  = jumlah seluruh saham yang diteliti.

Kemudian, *cumulative rata-rata abnormal return portfolio* ( $CAAR_{Nn}$ ) dihitung dengan formula:

$$CAAR_{Nn} = \sum_{i=-10}^{i=10} \overline{AR}_{nt} \quad (5)$$

Penghitungan *abnormal return* yang signifikan dilakukan dengan perhitungan *standardized abnormal return* distribusi-*t* untuk portofolio:

$$SAR_{nt} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{S_{ift}} \quad (6)$$

$S_{ift}$  adalah *standard error* peramalan (*forecast*) untuk saham *i* pada hari *t* yang dihitung sebagai berikut:

$$S_{ift} = S_{ic} \sqrt{1 + \frac{1}{T} + \frac{(R_{mt} - R_m^*)^2}{\sum_{k=1}^T (R_{mk} - R_m^*)^2}} \quad (7)$$

$S_{ic}$  = *standard error* estimasi untuk saham selama periode *T* dalam periode estimasi

$R_{mt}$  = *return pasar* untuk periode *t* selama periode peristiwa (*event period*),

$R_{mk}$  = *return pasar* untuk periode *k* selama periode estimasi,

$R_m^*$  = rata-rata *return* saham selama periode estimasi.

$S_{it}$  adalah *standar error* estimasi untuk saham selama periode *T* dalam estimasi



yang dihitung dengan menggunakan formula:

$$S_{ic} = \sqrt{\frac{\sum_{k=1}^T (R_{ik} - R_{ik}^*)^2}{T - 2}} \quad (8)$$

$R_{ik}$  = return yang terjadi pada periode  $k$  selama periode estimasi

$R_{ik}^*$  = return yang diprediksi pada periode  $k$  dalam periode estimasi

$T$  = periode estimasi

Penghitungan *standardized cumulative abnormal return* atau standar deviasi rata-rata *cumulative abnormal return* (SCAR) selama periode *event* dilakukan dengan rumus:

$$SCAR_{Nn} = \frac{1}{\sqrt{k}} \sum_{t=-10}^n SAR_{Nt} \quad (9)$$

$$k = n - (-10) + 1$$

### Pengujian Hipotesis II

Langkah-langkah menghitung hipotesis II adalah: *pertama*, menghitung rata-rata *abnormal return* seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\overline{AR}_{before} = \frac{\sum_{i=-10}^{t-1} AR_{before,i}}{n} \quad (10)$$

dan

$$\overline{AR}_{after} = \frac{\sum_{i=t}^{t+10} AR_{after}}{n} \quad (11)$$

$n$  adalah jumlah saham yang diamati

*Kedua*, menghitung deviasi standar rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\sigma_{before} = \sqrt{\frac{\sum_{i=-10}^{t-1} (AR_{before} - \overline{AR}_{before})^2}{(n-1)}} \quad (12)$$

dan

$$\sigma_{after} = \sqrt{\frac{\sum_{i=t}^{t+10} (AR_{after} - \overline{AR}_{after})^2}{(n-1)}} \quad (13)$$

Menghitung uji statistik  $t$  (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$ ):

$$t = \frac{\overline{AR}_{after} - \overline{AR}_{before}}{\frac{\sigma_{after}^2}{n} + \frac{\sigma_{before}^2}{n}} \quad (14)$$

$n$  adalah jumlah saham yang diamati

### Pengujian Hipotesis III

Dalam melakukan perhitungan hipotesis III, mula-mula harus dihitung terlebih dahulu aktivitas volume perdagangan saham  $i$  pada periode  $t$ :

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{Saham } i \text{ ditransaksikan waktu } t}{\sum \text{Saham } i \text{ beredar waktu } t} \quad (15)$$

Menghitung rata-rata aktivitas volume perdagangan seluruh saham yang dijadikan sampel sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\overline{TVA}_{before} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} TVA_{before,t}}{10} \quad (16)$$

dan

$$\overline{TVA}_{after} = \frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} TVA_{after}}{10} \quad (17)$$

Menghitung deviasi standar rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa:

$$\sigma_{before} = \sqrt{\frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} (TVA - \overline{TVA}_{before})^2}{(n-1)}} \quad (18)$$

dan

$$\sigma_{after} = \sqrt{\frac{\sum_{t=+1}^{t=+10} (TVA - \overline{TVA}_{after})^2}{(n-1)}} \quad (19)$$

Menghitung uji statistik *t* (pada tingkat signifikansi  $\alpha = 0.05$ ):

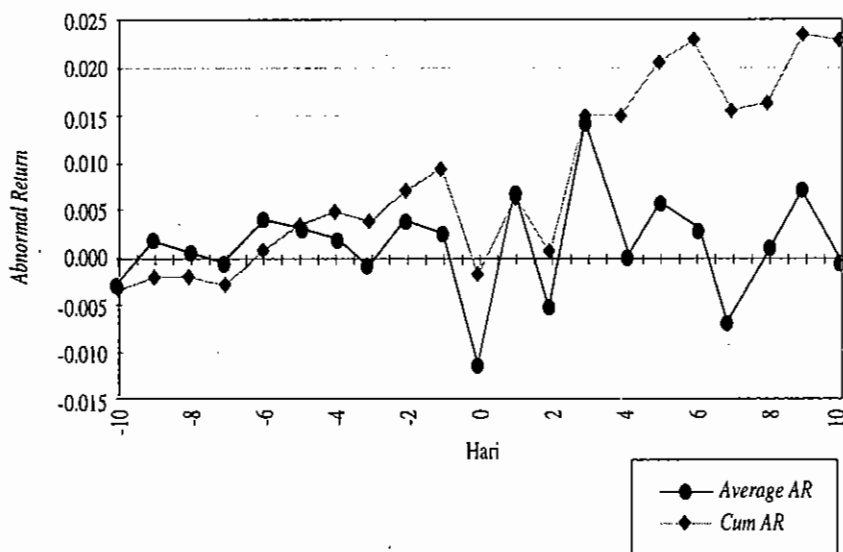
$$t = \frac{\overline{TVA}_{after} - \overline{TVA}_{before}}{\sqrt{\frac{\sigma_{after}^2}{n} + \frac{\sigma_{before}^2}{n}}} \quad (20)$$

## Hasil Analisis

Pengujian terhadap adanya *abnormal return* yang diakibatkan oleh "Peristiwa 27 Juli 1996" bagi investor pada Bursa Efek Jakarta, dilakukan dengan membandingkan (mencari selisih) antara hasil yang diperoleh investor (*actual return*) dengan hasil yang diharapkan investor (*expected return*). *Abnormal return* yang diperoleh investor memiliki dua arah, yakni positif dan negatif.

Dari Gambar 2 dapat dilihat bahwa kecenderungan penambahan kekayaan investor secara kumulatif yang terjadi selama periode sebelum *event date*, yakni hari ke

Gambar 2. Rata-rata Abnormal Return dan Cumulative Rata-rata Abnormal Return pada "Peristiwa 27 Juli 1996"



Tabel 2. Rata-rata *Abnormal Return* dan *Cumulative Rata-rata Abnormal Return* pada "Peristiwa 27 Juli 1996"

| Hari ke | Average AR | SAR <sub>it</sub> | Cumulative Average AR | SCAR <sub>it</sub> |
|---------|------------|-------------------|-----------------------|--------------------|
| -10     | -0,0034320 | -1,1104924        | -0,0034320            | -0,1734298         |
| -9      | 0,0014110  | -0,0320068        | -0,0020210            | -0,1784284         |
| -8      | 0,0001288  | 0,2394464         | -0,0018922            | -0,1410332         |
| -7      | -0,0009473 | -0,0078403        | -0,0028395            | -0,1398087         |
| -6      | 0,0035194  | 0,5927965         | 0,0006799             | -0,0472295         |
| -5      | 0,0024065  | 0,4183136         | 0,0030864             | 0,0181001          |
| -4      | 0,0016941  | -0,0262331        | 0,0047805             | 0,0140032          |
| -3      | 0,0010934  | -0,5072863        | 0,0036870             | -0,652216          |
| -2      | -0,0033962 | 0,5192628         | 0,0070833             | 0,0158736          |
| -1      | 0,0023314  | 0,4911436         | 0,0094147             | 0,0925774          |
| 0       | -0,0113516 | -2,3279482*       | -0,0019368            | -0,2709871         |
| 1       | 0,0081103  | 0,7608123         | 0,0061735             | -0,1521681         |
| 2       | -0,0053250 | -0,9465657        | 0,0008484             | 0,2999969          |
| 3       | 0,0140320  | 2,9549138*        | 0,0148804             | 0,1614831          |
| 4       | 0,0002768  | 0,7280890         | 0,0151572             | 0,2751915          |
| 5       | -0,0054273 | 1,1144197         | 0,0205846             | 0,4492347          |
| 6       | 0,0023608  | 0,0664750         | 0,0229454             | 0,4596163          |
| 7       | -0,0071285 | -1,4261764        | 0,0158169             | 0,2368850          |
| 8       | 0,0006922  | -0,5013162        | 0,0165091             | 0,1585925          |
| 9       | 0,0069348  | 1,5990360         | 0,0234439             | 0,4083200          |
| 10      | 0,0004185  | -0,5736473        | 0,0230254             | 0,3187313          |

\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$ 

(-10) hingga hari ke (-1) secara cepat mengalami penurunan yang cukup besar pada saat *event date* (hari ke 0). Tiga hari setelah *event date* (hari ke 1 hingga hari ke 3) *return* investor mengalami fluktuasi positif serta negatif. Sedangkan setelah hari ke 4 setelah hari kejadian, investor mendapatkan *return* yang positif, yang terlihat dari garis *cumulative rata-rata abnormal return* yang positif.

Dari Tabel 2 tampak bahwa hanya ada dua hari bursa yang menghasilkan *abnormal return* yang signifikan bagi para pemegang saham, yakni pada saat *event date* dan hari ke 3 setelah *event date*. *Abnormal return* pada saat *event date* (hari

ke 0) merupakan *abnormal return* yang negatif, sedangkan *abnormal return* pada hari ke 3 setelah *event date* merupakan *abnormal return* positif. Selain dua hari tersebut, tidak ada *abnormal return* yang secara signifikan diperoleh para pemegang saham.

Berdasarkan Tabel 2 tersebut, dapat disimpulkan bahwa pada dampak negatif dari "Peristiwa 27 Juli 1996" hanya terjadi ketika 'hari yang bersangkutan'. Hal ini karena kejadian tersebut merupakan *un-anticipated event*, di mana peristiwa itu sama sekali tidak diduga akan terjadi sebelumnya oleh para pelaku pasar, sehingga sebelum *event date* tidak ada

Tabel 3. Hasil Uji Beda Dua Rata-rata *Abnormal Return* Saham Sebelum dan Setelah Peristiwa

| Sebelum     |                        | Setelah   |                        |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|
| Hari ke-    | <i>Abnormal Return</i> | Hari ke   | <i>Abnormal Return</i> |
| -10         | -0,0034                | 1         | 0,0081                 |
| -9          | 0,0014                 | 2         | -0,0053                |
| -8          | 0,0001                 | 3         | 0,0140                 |
| -7          | -0,0009                | 4         | 0,0003                 |
| -6          | 0,0035                 | 5         | 0,0054                 |
| -5          | 0,0024                 | 6         | 0,0024                 |
| -4          | 0,0017                 | 7         | -0,0071                |
| -3          | -0,0011                | 8         | 0,0007                 |
| -2          | 0,0034                 | 9         | 0,0069                 |
| -1          | 0,0023                 | 10        | -0,0004                |
| Average     | 0,0079                 | Average   | 0,002496               |
| Std. dev.   | 0,0022368              | Std. dev. | 0,006354               |
| T-hitung    |                        | -1,4039   |                        |
| T-(0,025;9) |                        | 2,262     |                        |

*abnormal return* (selisih antara *actual return* dengan *expected return*) yang signifikan diperoleh investor. Selain itu, "Peristiwa 27 Juli 1996" dianggap oleh pasar sebagai peristiwa politik yang dapat mengancam kestabilan politik dalam negeri (pasar mengkategorikannya sebagai *bad news*), yang mengakibatkan pelaku pasar menanggapi kejadian tersebut secara negatif (terlihat pada *abnormal return* yang negatif).

Tiga hari setelah kejadian (hari ke 3) rata-rata *return* saham mengalami kenaikan besar, yang diperoleh para pemegang saham (dengan kata lain, pasar telah melakukan *rebound*). Hal ini terjadi setelah pemerintah menyatakan kondisi telah sepenuhnya terkendali dan pelaku kerusuhan akan segera diadili. Kondisi ini diartikan sebagai stabilnya kondisi politik dalam negeri Indonesia (para pelaku pasar

mengkategorikannya sebagai *good news*, sehingga pasar bereaksi positif terhadap informasi ini).

Pada dua hari setelah kejadian (hari ke 1 dan hari ke 2), pasar mengalami fluktuasi namun tidak cukup signifikan. Hal ini terjadi karena pasar mengalami ketidakpastian akibat banyaknya informasi (*uncertainty informations*), baik yang relevan maupun yang tidak relevan, seputar "Peristiwa 27 Juli 1996" yang diterima oleh pelaku pasar. Akibatnya pasar merespon dengan tidak menentu pula. Pada hari ke 1 setelah *event date* investor mendapatkan *positive return*, sedangkan hari ke 2 setelah *event date* investor mendapatkan *negative return*, di mana keduanya tidak signifikan secara statistik.

Hipotesis kedua dari penelitian ini menyangkut perbedaan antara rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah

*event*. Sebelum melakukan pengujian terhadap hipotesis, terlebih dahulu dilakukan penghitungan rata-rata *abnormal return* saham dari 37 saham yang diteliti. Periode penelitian adalah selama 20 hari (*event period*), yakni 10 hari sebelum *event date* dan 10 hari setelah *event date*. Rata-rata *abnormal return* saham di sekitar "Peristiwa 27 Juli 1996" disajikan pada Tabel 3.

Berdasarkan nilai *T*-hitung yang diperoleh dari pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata *abnormal return* saham sebelum peristiwa secara signifikan tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* saham setelah peristiwa.

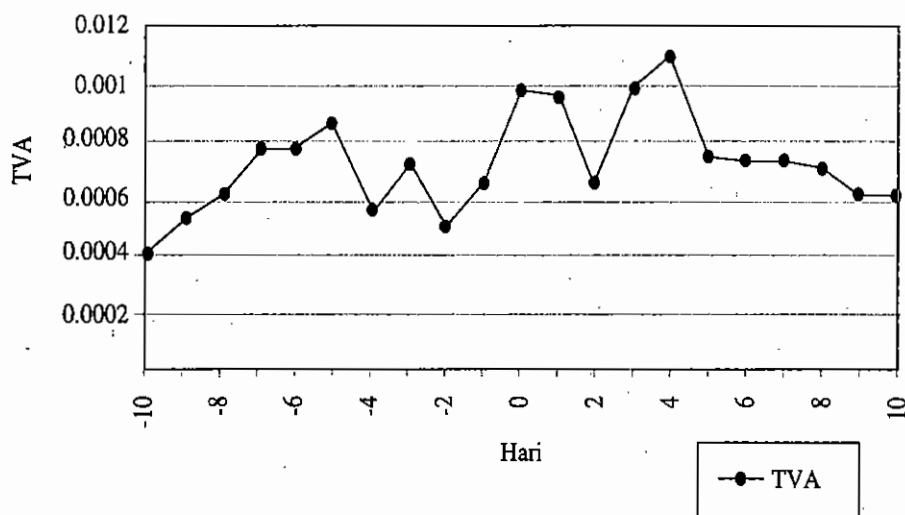
Situasi di mana para pelaku pasar sama sekali tidak menduga akan terjadinya peristiwa tersebut terlihat dari fluktuasi rata-rata *abnormal return* pada beberapa hari setelah peristiwa (hari ke 1 hingga hari ke 3) yang jauh lebih besar atau lebih kecil daripada rata-ratanya. Namun setelah itu, rata-rata *abnormal return* setelah peristiwa menunjukkan angka yang cenderung tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal*

*return* sebelum peristiwa. Secara keseluruhan, rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham akibat adanya *event* tersebut tidak berbeda dengan sebelumnya.

Alasan yang mendasari terjadinya hal tersebut adalah bahwa pasar segera memberi tanggapan positif terhadap perkembangan yang terjadi (yakni pernyataan pemerintah bahwa kondisi politik dan keamanan telah dapat dikendalikan beberapa hari setelah peristiwa). Informasi positif (*good news*) ini segera tercermin dalam pergerakan harga di pasar modal yang menyebabkan rata-rata *abnormal return* yang diperoleh pemegang saham cenderung tidak berbeda dengan rata-rata *abnormal return* sebelum terjadinya "Peristiwa 27 Juli 1996".

Hipotesis ketiga dari penelitian ini hendak menguji adanya perbedaan rata-rata aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*) pada periode sebelum dan setelah terjadinya "Peristiwa 27 Juli 1996". Penghitungan TVA dilakukan dengan membandingkan jumlah saham

Gambar 3. Aktivitas Volume Perdagangan pada "Peristiwa 27 Juli 1996"



perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham beredar perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama.

Dari hasil penghitungan tersebut kemudian dilakukan uji beda dua rata-rata TVA. Dari uji tersebut akan dapat terlihat apakah pasar bereaksi terhadap terjadinya suatu peristiwa (*event*) atau tidak. Dalam penelitian ini uji beda dua rata-rata TVA dilakukan dengan membandingkan antara rata-rata TVA 10 hari sebelum peristiwa dan setelah peristiwa. Rata-rata TVA di sekitar "Peristiwa 27 Juli 1996" disajikan pada Tabel 4.

Berdasarkan nilai *T*-hitung yang diperoleh dari uji beda dua rata-rata TVA tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata TVA sebelum peristiwa berbeda secara

signifikan dengan rata-rata TVA setelah peristiwa. Nilai rata-rata TVA pada Tabel 4 menunjukkan adanya peningkatan rata-rata volume perdagangan saham pada periode setelah peristiwa daripada rata-rata volume perdagangan sebelum peristiwa.

Peningkatan volume perdagangan saham ini dapat mempunyai arti ganda. Apabila volume perdagangan meningkat akibat peningkatan permintaan (*demand*), maka dapat diartikan bahwa peristiwa 27 Juli 1996 adalah peristiwa politik yang "positif" (*good news*) di mata para pelaku pasar. Sebaliknya, jika peningkatan volume perdagangan ini lebih banyak dipicu oleh peningkatan penjualan (*supply*) saham, maka dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar mengartikan peristiwa tersebut sebagai peristiwa yang *unfavor-*

Tabel 4. Hasil Uji Beda Dua Rata-rata *Trading Volume Activity* Sebelum dan Setelah Peristiwa

| Sebelum            |                        | Setelah          |                        |
|--------------------|------------------------|------------------|------------------------|
| Hari ke-           | <i>Abnormal Return</i> | Hari ke-         | <i>Abnormal Return</i> |
| -10                | 0,000410964            | 1                | 0,000962067            |
| -9                 | 0,000530396            | 2                | -0,000662349           |
| -8                 | 0,000617961            | 3                | 0,000992000            |
| -7                 | 0,000775191            | 4                | 0,001104663            |
| -6                 | 0,000772979            | 5                | 0,000750601            |
| -5                 | 0,000864920            | 6                | 0,000736387            |
| -4                 | 0,000567191            | 7                | 0,000735686            |
| -3                 | 0,000724810            | 8                | 0,000708274            |
| -2                 | 0,000507105            | 9                | 0,000617281            |
| -1                 | 0,000660239            | 10               | 0,000613874            |
| <i>Average</i>     | 0,000643176            | <i>Average</i>   | 0,000788318            |
| <i>Std. dev.</i>   | 0,000142193            | <i>Std. dev.</i> | 0,000170163            |
| <i>T</i> -hitung   |                        | 3,981*           |                        |
| <i>T</i> -(0,02;9) |                        | 2,262            |                        |

\* signifikan pada  $\alpha = 5\%$

able (*bad news*) dan dianggap sebagai sinyal negatif bagi prospek investasi di Indonesia.

Dalam hal ini, peneliti cenderung untuk memilih kesimpulan yang terakhir, mengingat peristiwa "27 Juli 1996" lebih mengarah kepada huru-hara, yang secara berulang-ulang ditayangkan oleh berbagai media massa, sehingga 'nuansa' negatifnya lebih besar. Media massa, terutama media massa asing, secara langsung maupun tidak langsung memberikan kesempatan untuk terbentuknya *image* bahwa peristiwa "27 Juli 1996" merupakan representasi dari tidak stabilnya kondisi politik dalam negeri yang berdampak pada meningkatnya risiko politik (*political risk*) Indonesia. *Ceteris paribus*, informasi itu dapat mendorong peningkatan penjualan saham, baik oleh pemodal asing maupun domestik.

## Simpulan

Penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada "Peristiwa 27 Juli 1996" ini menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia (dalam hal ini Bursa Efek Jakarta) bereaksi terhadap peristiwa di luar kegiatan ekonomi yang memiliki skala nasional. Peristiwa 27 Juli 1996 yang merupakan peristiwa murni politik dipandang para pelaku pasar memiliki dampak ekonomis, yang sebelumnya sama sekali tidak diduga oleh pelaku pasar (dikategorikan sebagai *unanticipated event*). Reaksi negatif (berupa terjadinya *negative abnormal return* yang signifikan) terjadi secara spontan pada *event date*. Namun, dalam waktu yang tidak terlalu lama (tiga hari) terjadi 'perubahan arah'

(*rebound*) pada *abnormal return* menjadi positif, sebagai reaksi atas pernyataan pemerintah bahwa kerusuhan telah terkendali dan jaminan akan kestabilan politik yang berkaitan erat dengan keberlangsungan dan kepastian melakukan kegiatan bisnis di Indonesia.

Dari analisa uji beda dua rata-rata yang dilakukan, tampak bahwa variabel harga saham (yang dicerminkan oleh rata-rata *return* yang diterima oleh investor) secara cepat menyesuaikan dengan perkembangan yang terjadi, sehingga secara statistik tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* sebelum dan sesudah peristiwa.

Hal yang sebaliknya terjadi untuk variabel transaksi saham (tercermin dalam aktivitas volume perdagangan saham) yang secara signifikan berbeda antara sebelum dan sesudah peristiwa. "Peristiwa 27 Juli 1996" menyebabkan kekhawatiran investor yang kemudian melakukan banyak transaksi untuk mengamankan investasinya pasca peristiwa.

Secara umum, temuan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Bursa Efek Jakarta semakin sensitif terhadap munculnya berbagai informasi yang relevan; termasuk informasi politik. Hal ini menuntut para pelaku pasar modal untuk lebih memiliki kepekaan terhadap berbagai kegiatan atau peristiwa yang secara langsung maupun tidak langsung dapat berpengaruh terhadap fluktuasi harga saham. Tentu saja, para pelaku pasar juga dituntut untuk berhati-hati dalam menimbang relevansi antara peristiwa dengan pergerakan harga saham di bursa.

## Referensi

- Abdelsalam, Mahmoud, dan Diane Satin (1991), "The Effect of Published Corporate Financial Reports on Stock Trading Volume in Thin Market : A Study of Saudi Arabia," *The International Journal of Accounting*, Maret, h. 302-314.
- Asri, Marwan (1996), "U.S. Multinational's Stock Price Reaction to Host Country's Governmental Change: The Case of Prime Minister Takeshita's Resignation," *KELOLA Gajah Mada University Business Review*, Vol. 5, No. 11, MMUGM, Yogyakarta, h. 126-137.
- Barret, W. Brian, Andrea J. Heuson, Robert W. Kolb, dan Gabrielle H Schropp (1987), "The Adjustment of Stock Prices to Completely Unanticipated Events," *Financial Review*, November, h. 345-354.
- Emory, C. William, and Donald C. Cooper (1995), *Business Research Methods*, 5th ed., Richard D. Irwin Inc., Illinois.
- Fama, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Market : II," *Journal of Finance*, Desember, Vol XLVI No. 5, h. 1575-1617.
- \_\_\_\_\_, Lawrence Fischer, Michael Jensen, dan Richard Moll (1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, Februari, Vol. 10 No. 1, h. 1-21.
- Foster, George (1986), *Financial Statement Analysis*, 2nd ed., Prentice-Hall, New Jersey.
- Hanafi, Mamduh M., Suad Husnan, dan Amin Wibowo (1996), "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan," *KELOLA Gajah Mada University Business Review*, Vol. 5 No. 11, MMUGM, Yogyakarta, h. 110-125.
- Husnan, Suad (1993), "The First Issues Market: The Case of the Indonesia Stock Market," *Jurnal Ekonomi Indonesia*, Oktober.
- Jones, Charles P. (1996), *Investment, Analysis and Management*, 5th ed., John Wiley & Sons, New York.
- Kalra, Rajiv, Glenn V. Henderson Jr., dan Gary A. Raines (1993), "Effect of the Chernobyl Nuclear Accident on Utility Share Prices," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Spring, Vol. 32 No. 2, h. 52-77.
- Kritzman, Mark P. (1994), "What Practitioners Need to Know About Event Studies," *Financial Analyst Journal*, November-Desember, h. 17-20.
- MacKinlay, A. Craig (1997), "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXV (Maret), h. 13-39.
- Mansur, Iqbal, Stephen J. Cochran, dan Gregory L. Froiro (1989), "The Relationship between the Equity Return Levels of Airline Companies and Unanticipated Events : The Case of the 1979 DC-10 Grounding," *Logistics and Transportation Review*, Desember 1989, h. 355-365.



- Marston, Felicia (1996), "Differences in Information and Common Stock Returns : Estimation Risk or Unequal Distribution of Information ?," *The Financial Review*, November, h. 831-857.
- Mendenhall, William, James E. Reinmuth, dan Robert Beaver (1993), *Statistics for Management and Economics*, 6th ed., PWS-KENT Publ. Co.; Boston.
- Morse, Dale (1981), "Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements : A Closer Examination," *Journal of Accounting Research*, Autumn, h. 374-383.
- Namusisi, Fatumah N. (1996), "Analysis of Stock Price Response to Share Listing on Jakarta Stock Exchange : An Efficient Capital Market Test," *Thesis, tidak dipublikasikan*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Peterson, Pamela P. (1989), "Event Studies : A Review of Issues and Methodology," *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer, Vo. 28 No. 3, h. 36-66.
- Susiyanto, M.E. (1997), "Pengujian Efisiensi Pasar Modal Indonesia : Bentuk Lemah dan Bentuk Setengah Kuat Pada Periode 1994-1996," *Internship, tidak dipublikasikan*, Magister Manajemen Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.